



# Evolution de la gouvernance des entreprises et impact sur la visibilité boursière en période de crise

Bernard Olivero, Hanene Ezzine

## ► To cite this version:

Bernard Olivero, Hanene Ezzine. Evolution de la gouvernance des entreprises et impact sur la visibilité boursière en période de crise. 2011. hal-00589236

**HAL Id: hal-00589236**

**<https://hal.univ-cotedazur.fr/hal-00589236>**

Preprint submitted on 28 Apr 2011

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# *Evolution de la gouvernance des entreprises et impact sur la visibilité boursière en période de crise*

Bernard Olivéro  
[bernard.olivero@unice.fr](mailto:bernard.olivero@unice.fr)

Hanène Ezzine  
[hanene\\_ezzine@yahoo.fr](mailto:hanene_ezzine@yahoo.fr)

## **Résumé**

Le passage de la sphère financière à la sphère réelle lors des crises économiques a pour conséquence un effet de dominos qui accélère la propagation des crises. Pourtant certaines entreprises résistent mieux que d'autres, limitant ainsi la propagation, et l'efficacité des pratiques de gouvernance est souvent avancée comme une des explications du phénomène. Dans la période 2006-2008 (avant et pendant la crise) on observe des changements notables dans les scores représentatifs de la gouvernance des entreprises. Nous parvenons à montrer que la plupart des entreprises montrent un degré de conformité assez satisfaisant avec les principes de l'OCDE. L'influence des scores de gouvernance sur la capacité des entreprises à absorber le choc de la crise est évaluée par la minimisation de la volatilité conditionnelle des rendements financiers estimée par les spécifications ARCH et GARCH. Les liens entre les différents scores de gouvernance et la volatilité conditionnelle des rendements financiers sont observés. Les bonnes pratiques de gouvernance, gages de confiance des actionnaires amélioreraient donc la visibilité de l'entreprise par le marché en période de crise.

**Mots clés :** GOUVERNANCE, SCORE DE GOUVERNANCE, CRISE BOURSIERE, VOLATILITE CONDITIONNELLE DES RENDEMENTS FINANCIERS.

## **Abstract**

The passage from the financial sphere to the real sphere during the economic crises results in a domino effect which accelerates the spread of crises. Some companies, however, show better resistance than others thereby limiting the spread, and the effectiveness of governance mechanisms is often put forward as an explanation of the phenomenon. In the 2006-2008 pre and crisis period, we observe significant changes in scores representative of corporate governance. We find that most firms show a fairly satisfactory level of compliance with OECD governance principles. The firm ability to resist the Asian stock market crisis is assessed by minimization of financial return's conditional volatility estimated by ARCH and GARCH models. The links between governance scores and financial return's conditional volatility are observed. Good governance practices, hired to improve shareholders confidence so the visibility of firm by the market during crisis period.

**Key words:** GOVERNANCE, CORPORATE GOVERNANCE SCORE, CRISIS, FINANCIAL RETURN'S CONDITIONAL VOLATILITY.

## Introduction

Sans entrer dans le débat délicat de la définition des crises, on peut constater que celles-ci se traduisent par une disparition des repères indispensables aux anticipations. Les marchés ne peuvent plus valoriser raisonnablement les entreprises et on observe simultanément une décroissance des indices boursiers liée à la baisse d'activité et surtout un accroissement considérable de la volatilité des cours liée à l'impossibilité de consensus pour valoriser les firmes. Toutes les entreprises ne subissent pas de façon identique ce dernier élément. La confiance des investisseurs dans la direction de l'entreprise est certainement un des facteurs explicatifs forts de ce phénomène. Cette confiance porte sur la reconnaissance des compétences managériales des dirigeants et sur la garantie que ces derniers ne profiteront pas des troubles de visibilité liés à la crise pour détourner de la richesse à leur avantage. L'observation des pratiques de gouvernance dans ce contexte revêt un intérêt particulier.

Les travaux théoriques et empiriques actuellement reconnus montrent le lien qui existe entre les prélèvements effectués par les dirigeants et la performance financière de la firme (Charreaux 1998, Charreaux et Pitol-Belin 1992, Brown et Caylor 2004, Cohen et Ferrel 2004, Bai et al 2003, etc.). En situation de baisse de performance, des bonnes pratiques de gouvernance devraient diminuer la marge de manœuvre des dirigeants. Des mauvaises pratiques du contrôle de la gestion des dirigeants occasionnent un effet amplificateur en propageant la contre performance financière sur les marchés.

L'objet principal de cette étude est d'enrichir la littérature financière et économique sur l'étude de l'efficacité des pratiques de gouvernance dans l'accroissement de la capacité des entreprises à résister et amortir une crise boursière. Pour homogénéiser notre échantillon sur le plan du contexte juridique, culturel et de la pratique des affaires, nous avons retenu pour cette première étude les plus grandes sociétés françaises cotées. Sur cette base, nous observerons l'évolution de leurs mécanismes de gouvernance avant (2006) et pendant la crise (2007 et 2008). Pour cette phase, la recherche est adossée aux travaux de Louizi (2007) qui met en œuvre une méthode de score de gouvernance. Dans un deuxième temps, nous analyserons l'impact de ces mécanismes sur la volatilité des cours qui traduit la convergence des évaluations faites par le marché.

Cet article comprendra trois sections. La revue de littérature sur ce thème constitue la première section. La deuxième section nous permet d'identifier et de détailler la méthodologie de la recherche, alors que l'analyse et la discussion des résultats font l'objet de la troisième section.

# 1 Revue de la littérature

Le modèle théorique de Johnson et al (2000) démontre l'effet de la qualité du gouvernement d'entreprise (GE) sur la volatilité boursière en période de crise. La revue de littérature sur la mesure des bonnes pratiques de gouvernance permettra d'identifier les outils les plus appropriés pour suivre l'évolution de la gouvernance pendant la période d'observation.

## 1.1 Nécessité du renforcement de la gouvernance en période de crise

Les situations de déséquilibres qui naissent des chocs de la crise financière créent des différentiels de pouvoirs, dont les dirigeants cherchent à profiter. Ils agissent de façon à neutraliser les mécanismes de gouvernance et à renforcer leur pouvoir discrétionnaire. Nous utilisons ici le modèle théorique de Johnson et al (2000), présenté en Annexe I, pour légitimer le lien entre la dégradation d'une situation économique et la nécessité dans ce cas d'une meilleure gouvernance.

Le modèle de Johnson et al (2000) montre que la propension des dirigeants (actionnaires *insiders*) à exproprier de la richesse au détriment des *outsiders* est liée à leur niveau de contrôle sur la firme et à l'existence d'opportunités d'investissement. Il n'y a aucun besoin de l'expropriation par les dirigeants pendant les périodes tranquilles, par exemple lorsque il y a de fortes opportunités d'investissement. La Porta et al (1999) examinent la structure de l'actionnariat et de contrôle de quelques marchés émergents. Ils trouvent que les médianes des droits aux cash-flows futurs dans les entreprises où les dirigeants contrôlent plus de 20% des droits de vote sont 41% en Argentine, 26% en Corée, 28% en Hong Kong, 34% en Mexique, 20% en Israël, et 31% en Malaisie. Ceci suggère que la présence des institutions qui protègent les investisseurs extérieurs n'est pas importante puisque les dirigeants ne prélèvent pas sur les actifs de l'entreprise. Les entreprises sont capables d'attirer plus de capitaux externes durant les périodes de prospérité de l'économie. Un pays peut croître rapidement, même, si les institutions réglementaires sont en défauts. Le besoin des mécanismes efficaces de gouvernement des entreprises devient plus prononcé pendant les périodes de ralentissement de la croissance. Sans une protection efficace des actionnaires minoritaires, une détérioration limitée sur les bénéfices futurs des investisseurs extérieurs peut amplifier leur expropriation, et induire à son tour un crash boursier. Le modèle de Johnson et al (2000) montre également que le besoin de mécanismes efficaces de GE est d'importance accrue lorsque les indicateurs économiques prouvent une baisse.

D'après ces arguments, un pays peut croître rapidement pour une longue période même si la protection juridique des droits des actionnaires minoritaires est faible. Cependant, la faiblesse des institutions réglementaires rend ces pays très vulnérables, dans le sens où un petit choc négatif sur les bénéfices futurs espérés peut avoir un grand effet sur l'économie. Si cette théorie est correcte, les institutions affectent la volatilité, particulièrement, l'ampleur du déclin de la valeur des actifs financiers, en présence d'un choc défavorable sur les bénéfices

futurs espérés. Dans un contexte de crise, les pratiques de bonne gouvernance peuvent limiter ces effets (Core 2006, Grant 2009, Alen 2009, etc.)

## **1.2 La mesure des bonnes pratiques de gouvernance**

L'évaluation de la qualité du GE d'une société cotée est devenue un critère d'investissement pour de nombreux gestionnaires français et internationaux surtout avec les défaillances d'entreprises du début de siècle. Plusieurs grandes agences de notation ont été développées rien que pour bien estimer la prime de risque spécifique rattachant au détenteur de l'actif. Les investisseurs les plus exigeants cherchent à placer leurs fonds dans les compagnies bien gouvernées. La première agence qui s'est intéressée à l'évaluation de la qualité des systèmes de GE est Standard & Poor's (2002). Cette agence a développé une notation spécifique dans le domaine de GE. Le « Corporate Governance Score: CGS » exprime l'opinion de l'agence sur les principes de gouvernance adoptés par l'entreprise, et plus précisément sur la façon dont ils sont appliqués. Ces principes sont l'atout des interactions pouvant exister entre le management, le conseil d'administration et les partenaires financiers. *Standard & Poor's* analyse quatre thèmes de la gouvernance : la structure de propriété, les relations et les droits des parties prenantes de l'entreprise, la transparence et la divulgation de l'information, et les procédures et la structure du conseil d'administration. Le score calculé repose sur une échelle de 1 à 10, du score le plus faible, au score le plus élevé.

A l'instar de Standard & Poor's, Moody's a pris l'initiative il y a quelques années de développer un service de notation de la gouvernance des entreprises. Cette deuxième grande agence répondait également à une forte demande de la part des établissements financiers pour une meilleure évaluation de la capacité des entreprises à communiquer de façon transparente et à prendre une meilleure considération l'intérêt de leurs actionnaires. Selon Moody's, la qualité d'un GCS peut être étudiée en se basant sur les cinq éléments suivants : Le conseil d'administration; La politique de rémunération des dirigeants et des membres du conseil d'administration ; La divulgation de l'information, y compris les rapports financiers et les autres documents qui concernent et les investisseurs et les créanciers; La structure du capital; Les droits des actionnaires tels que le droit de vote et les procédures de gestion de l'ordre du jour des conseils.

L'Institutionnel Shareholder Services (ISS) a développé un indice de gouvernance prenant en considération 61 variables se rapportant au conseil d'administration, la rémunération des dirigeants, la structure de propriété, les dispositifs anti OPA, la structure de capital et d'autres facteurs qualitatifs comme l'âge de la retraite des cadres, l'évaluation des performances du conseil, les réunions des administrateurs, le plan de succession du dirigeant, etc. (ISS, 2005). Plus récemment, ISS a lancé aussi un classement du système de GE combiné avec le groupe Financial Times Stock Exchange (FTSE) qui produit les indices mondiaux. Ces deux sociétés ont uni leurs efforts pour créer une gamme transparente d'indices internationaux « Corporate Governance ». Avec la création de ces indices, les investisseurs seront capables d'identifier facilement les risques liés à la gouvernance d'entreprise au sein d'un portefeuille international et de réduire leur exposition aux sociétés peu respectueuses des règles en la matière.

Dans le même courant d'analyse, Governance Metrics International (GMI) a développé une méthodologie d'analyse des CGS fondées sur des données publiques et de l'information privée (par exemple des entretiens approfondis avec la direction et les membres du conseil). Les critères de classement de GMI sont regroupés en sept catégories : la responsabilité de conseil, la révélation financière, les droits des actionnaires, les politiques de rémunération, le contrôle interne, la structure du capital et la réputation de l'entreprise. Les entreprises sont évaluées sur une échelle de 1 (le plus bas score) et 10 (le plus haut) (Sherman, 2004).

Même si les méthodologies de notation employées par les agences de notation dans leur évaluation de la qualité du système de GE se multiplient, elles ont pour points communs de produire un score. On remarque une diversité dans le choix des thèmes à évaluer et des méthodes de calcul utilisées. Globalement, les agences de notation semblent partager l'opinion que l'évaluation de la qualité du CGS est fondée sur la structure de propriété, les droits et les devoirs des actionnaires, la structure et le fonctionnement du conseil d'administration, la transparence et la divulgation d'information.

La méthode de scores, basée sur des informations publiques et privées, est aujourd'hui retenue par les agences de notations pour évaluer les pratiques de gouvernance

### **1.3 Les codes, principes d'intention de bonne gouvernance**

L'application des codes de bonnes pratiques a pour objet de mettre fin aux problèmes et inquiétudes grandissantes concernant le mode de gestion des entreprises, le contrôle et la véracité des rapports financiers et des chiffres comptables. Plusieurs codes de bonnes conduites ont été développés en Europe. En France par exemple, les rapports Viénot I (1995), Viénot II (1999) et Bouton (2002) recommandaient leur mise en œuvre. Au Royaume-Uni, il s'agit des rapports Cadbury (1992) et Hampel (1998). Plusieurs principes de GE ont été également publiés par l'OCDE en 1999, révisés en 2004 et validés par la Banque Mondiale. Ces différents codes ont toujours insisté sur l'importance de certaines recommandations.

La GE doit protéger et faciliter l'exercice des droits et des devoirs des actionnaires. Le droit le plus important et le plus efficace pour promouvoir de bonnes pratiques de gouvernance est le droit de vote (Writz, 2005). De plus, une bonne structure de GE doit assurer une divulgation d'information pertinente sur la situation financière, la performance, la structure de l'actionnariat et le GE. Un niveau élevé de transparence attire les investisseurs et permet de maintenir la confiance du marché (OCDE, 1999).

Les codes recommandent également l'indépendance du conseil d'administration. Les administrateurs indépendants sont mieux placés pour contrôler les dirigeants et s'opposer à leurs opportunistes. L'efficacité du conseil d'administration croît avec la proportion des administrateurs indépendants (Fama et Jensen, 1983).

En plus de ces pratiques, la structure du capital constitue un élément clé du GE d'une société. La structure du capital dont dépendent certains droits fondamentaux des actionnaires comme le droit de vote, a un effet direct sur l'exercice du pouvoir dans l'entreprise et sur les possibilités de prise de contrôle. Cette pratique de GE permet une meilleure synthèse de

chaque fraction de capital détenue par les administrateurs, les dirigeants et les investisseurs institutionnels. La politique de rémunération des dirigeants est présente aussi dans la plupart des codes de bonnes conduites de gouvernance. Elle revêt une importance grandissante puisqu'elle contribue à défendre les intérêts des actionnaires les principaux acteurs de la stratégie à moyen terme de l'entreprise.

Suite à la crise financière actuelle, l'une des propositions majeures du MEDEF (Mouvement des Entreprises de France) et AFEP (Association Française des Entreprises Privées) est le fait de rendre les politiques de rémunération des dirigeants plus transparentes à travers une présentation publique qui soit standardisée.

Enfin, la nécessité de la présence du comité d'audit au sein de l'entreprise pour traiter les sujets de l'examen des comptes, le suivi de l'audit interne et la sélection des auditeurs, et le renforcement de la présence des administrateurs indépendants sont considérés comme des bonnes pratiques de gouvernance permettant de limiter le pouvoir discrétionnaire des dirigeants (Gomez, 2003).

Cependant, malgré l'application de ces différentes recommandations définissant les principes d'une « gouvernance idéale » censée protéger et grandir les intérêts des actionnaires, de nouvelles failles, scandales et crises financières ont éclaté et remettent en cause une nouvelle fois l'efficacité des mécanismes internes de gouvernance. Les exemples d'Enron et Worldcom ont montré qu'un GE respectant à la lettre les recommandations d'un code de bonne conduite peut s'avérer défaillant et entraîner un effondrement soudain de l'entreprise quelque soit sa réputation et son envergure. La forme l'emporte souvent sur le fond. La crise financière actuelle a démontré également que plusieurs entreprises ont été victimes de leur système de gouvernance qui s'est avéré « inefficace ». Trois rapports sont à ce sujet rédigés. Le Financial Stability Forum a d'abord publié le rapport Draghi le 07 Avril 2008. Ensuite, l'Institute of International Finance a produit un rapport intitulé « Market Best Practices » en date du 17 Juillet 2008. Enfin, René Ricol a publié le 05 Septembre 2010 un rapport à la demande de Nicolas Sarkozy, Président en exercice du Conseil Européen.

Au premier trimestre 2009, l'*International Federation of Accountants* vient de diffuser un guide international des bonnes pratiques en matière de gouvernance ayant pour objectif d'inscrire les entreprises dans une approche *Stakeholder* (Pratt et Tchotourian, 2009). Il note que la concentration de la gouvernance sur la seule conformité aux textes et aux normes en vigueur est certainement nécessaire, mais insuffisante pour garantir le succès d'une entreprise. L'entreprise doit consacrer suffisamment de temps et de ressources à la définition de sa stratégie et à l'évaluation de sa performance.

Douze principes ont été énoncés et regroupés en deux catégories. Certains principes définissent le concept de « bonne gouvernance » et les moyens pour y parvenir. D'autres se focalisent sur le conseil d'administration et préconisent l'adoption de pratiques relativement à sa composition, son organisation et son rôle. En France, le MEDEF et l'AFEP ont présenté plusieurs intentions de bonne conduite tout en insistant qu'un code de bonne pratique doit poser cinq principaux principes : l'exigence de la performance sur le long terme, le lien nécessaire entre la rémunération de travail accompli et le risque pris, la transparence, la responsabilité, et une association de tous ceux qui participent.

Plusieurs études se sont intéressées à évaluer le GE. Bebchuk et Cohen (2004) ; Cohen et Ferrel (2004) affirment qu'une meilleure gouvernance induit une meilleure performance. L'évidence empirique de Brown et Caylor (2004) a montré que les entreprises mal gouvernées réalisent des performances moins élevées et versent à leurs actionnaires moins de dividende. En calculant un indice de GE pour les entreprises allemandes, Drobetz, Schilhofer et Zimmermann (2003) ont parvenu à montrer l'effet positif du score de gouvernance sur la valeur de la firme. A ce propos, Bai et al (2003) ont comparé la performance des firmes appartenant à deux groupes différents : Les entreprises bien gouvernées et les entreprises mal gouvernées. Ils ont trouvé que les investisseurs accordent plus d'importance aux firmes bien gouvernées. Les investisseurs sont prêts à payer une prime pour les firmes qui adoptent les meilleures pratiques de gouvernance.

#### **1.4 Les hypothèses de travail**

Toutefois, si les études ayant porté sur l'effet de la bonne gouvernance d'entreprise sur la valeur de la firme sont nombreuses, celles qui abordent la question de l'importance de la bonne gouvernance la visibilité de l'entreprise l'entreprise en période de crise sont rares.

Dans ce cadre, afin de répondre à notre problématique, nous utilisons les résultats du modèle de Johnson et al (2000) afin de les étendre aux différentes pratiques de GE et formuler l'hypothèse générale suivante.

**Hypothèse générale :** Les entreprises françaises cotées les plus capables à résister à la crise boursière actuelle sont celles dont les pratiques de gouvernance sont les plus développées.

Cette hypothèse peut être déclinée en sous hypothèses testables:

**H1 :** Un bon fonctionnement du conseil d'administration agit positivement sur la capacité des entreprises françaises à amortir la crise.

**H2 :** La capacité de l'entreprise à résister à la crise est positivement liée à la politique de rémunération.

**H3 :** La capacité de l'entreprise à résister à la crise est positivement liée au processus d'audit.

**H4 :** Les entreprises françaises les plus capables à résister à la crise sont celles qui possèdent une bonne structure de propriété.

**H5 :** La capacité de l'entreprise à résister à la crise est positivement liée au respect des droits des actionnaires.



## 2 Méthodologie de la recherche

L'étude empirique a pour objectif de valider statistiquement les hypothèses selon lesquelles des entreprises les mieux gouvernées auraient été plus aptes à résister à la crise que les autres. Cette situation est vérifiée lorsque la volatilité des rendements financiers est plus faible pour les entreprises qui respectent mieux les pratiques de GEs.

### 2.1. Échantillon et données

La présente étude a été menée sur les sociétés du CAC 40 durant la période de crise financière actuelle (2006/2008). Le choix d'un échantillon national a pour but de neutraliser les effets liés au contexte juridique et culturel (pratique des affaires) en matière de gouvernance.

Les données sont obtenues principalement à partir de deux sources d'information. Premièrement, le site *Yahoo.finance* permet d'identifier les valeurs de l'indice de prix exprimé en monnaie locale et le montant des dividendes versés chaque semaine. Deuxièmement, toutes les données de GE ont été collectées manuellement à partir des rapports annuels téléchargés grâce à la base de données *Thomson One Banker*. La capacité de l'entreprise à résister à la crise est évaluée par la minimisation de la volatilité conditionnelle des rendements financiers estimée par les spécifications ARCH et GARCH de Engle (1982) et Bollerslev (1986).

Le tableau 1 montre que les entreprises du CAC 40 affichent des excès de rendements financiers médians très faibles durant la période 2006/2008. L'analyse inter-périodes montre que ces faibles niveaux sont essentiellement imputables à l'exercice 2008. L'excès de rendement médian est de -0,27%. Les effets de dominos de la crise continuent à agir et à frapper les entreprises françaises. La faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 marque un tournant dans la crise financière apparue pendant l'été 2007. Cet événement illustre la fragilité d'un système financier internationalisé où l'effet de contagion est fort. Ce résultat illustre l'évolution de l'indice du CAC 40 (tableau 2 et figure 1). L'analyse de la volatilité des séries d'excès des rendements financiers durant la période de la crise confirme les fluctuations des entreprises françaises. L'écart type pour ces séries variant de 3% en 2006 à 7,2% en 2008. La volatilité conditionnelle des rendements financiers estimée par les spécifications GARCH varie de 7,2% en 2006 à 8,3% en 2007.

L'analyse descriptive des données financières de l'échantillon est également retracée dans le tableau 1. L'échantillon est représentatif des 40 entreprises françaises les plus grandes et plus liquides. Ces entreprises représentatives des différentes branches d'activités, reflètent en principe la tendance globale de l'économie française. En effet, la taille médiane des entreprises, en termes de total actif, varie entre 20.974.500 ( $10^3$  EUR) en 2008 à 27.894.000 ( $10^3$  EUR) en 2007. La capitalisation boursière atteint son volume médian le plus faible en 2008, il est de 12.852,500 ( $10^6$  EUR) contre 21.197 ( $10^6$  EUR) en 2006. Les effets de la crise sont très nets. L'analyse inter-périodes montre bien une tendance vers la baisse du niveau de

la capitalisation boursière et du total actif en 2008. Le tableau 1 présente également d'autres statistiques financières importantes comme le niveau d'endettement, le rendement de l'actif et le rendement des capitaux propres de l'entreprise.

A la lumière des résultats de ce tableau, nous remarquons que les entreprises françaises marquent un niveau très faible du taux de rendement de l'actif durant toute la période de crise. Il n'a pas dépassé le 5% durant les trois exercices. Il varie de 4.385% en 2006 à 4.785% en 2008. Le taux de rentabilité des capitaux propres est également faible, il est autour de 15%. Il varie de 14.35% en 2008 à 15.55% en 2007. La détérioration de cet indicateur financier est l'une des conséquences des effets de la crise financière sur les entreprises françaises. Le ratio d'endettement marque un niveau médian très élevé en 2007, il est de 92.8% contre 65.15% en 2006 et 67.150 en 2008.

*Tableau 2 : Evolution du rendement de l'indice du CAC 40*

<b>Evolution du rendement de l'indice du CAC40</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Moyenne</b>	0.000677	0.000108	-0.001856
<b>Médiane</b>	0.001318	0.000431	-0.001734
<b>Max</b>	0.001318	0.032701	0.111762
<b>Min</b>	0.024521	-0.032566	-0.090368
<b>Deviation-Standard</b>	-0.031757	0.010692	0.025566
<b>Nombre d'observations</b>	255	254	255

*Figure 1*

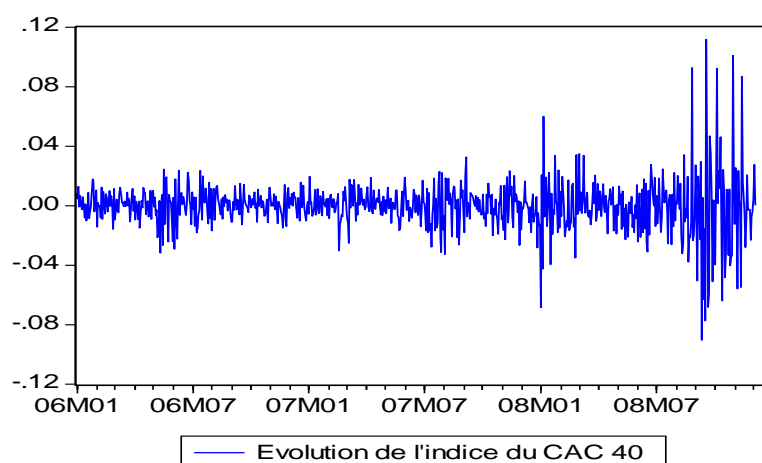


Tableau 1 : Analyse descriptive inter-périodes de l'échantillon

	2006				2007				2008			
	Les statistiques de la crise											
Rendement boursier (Médiane)	0,0038				0,0032				-0,0027			
Déviati on Standard	0,0303				0,0374				0,0722			
Volatilité conditionnelle des rendements financiers (Effet GARCH)	0,7210				0,837				0,7300			
	Les statistiques financières											
	Moyenne	Médiane	Max	Min	Moyenne	Médiane	Max	Min	Moyenne	Médiane	Max	Min
Total de l'actif (10 <sup>3</sup> EUR)	36.392.897	23.586.000	1.79E+08	4.528.122	37.982.918	27.894.000	1.86E+08	3.513.599	28.571.133	20.974.500	2.00E+08	18.431
Capitalisation par le marché (10 <sup>6</sup> EUR)	30.072,35	21.197	132.600	6.000	32.903,31	19.254	148.500	6.879,000	48.700,98	12.852,500	92.300.000	2.840,000
Rendement de l'actif (%)	7,000	4,385	30,600	-1,000	5,8363	4,7450	20.800	-10,200	4,3050	4,7850	17,700	-18,900
Rendement des capitaux propres (%)	18,785	15,1500	75,100	-2,650	16,617	15,5500	46.300	-29,500	10,816	14.350	38.600	-99,000
Ratio de la dette (%)	66,996	65,150	96,800	39,300	64,385	92,800	37,800	14,718	65,153	67,150	90,600	24,800

## 2.2. Description des variables

### 2.2.1 Mesures des variables

La capacité de l'entreprise à résister à la crise boursière est mesurée par la volatilité conditionnelle des rendements financiers (VCRF). On applique pour chaque série hebdomadaire<sup>1</sup> de rendements financiers les modèles d'estimation ARCH et GARCH qui présentent d'une part la particularité de mieux modéliser la variation temporelle des premiers et seconds moments de différents types d'actifs<sup>2</sup> et qui permettent d'autre part de mieux appréhender la dynamique du comportement des investisseurs sur les périodes de crise (Engle 1982 et Bollerslev 1986). Les mesures de variance non conditionnelle se heurtent à certaines critiques concernant d'une part le choix (plus arbitraire) de l'ordre du processus, mais aussi de l'impossibilité de prendre en compte les changements de cette volatilité avec le temps (Jensen 1989).

La méthodologie de calcul de score de GE (SGE - ANNEXE II), basée sur les travaux de Louizi (2007) qui a utilisé les principes de gouvernement de l'OCDE (1999), les codes de bonnes pratiques de GE, les méthodologies de notation des agences.

Cinq thèmes clés de la gouvernance ont été retenus dans l'étude: Le fonctionnement du conseil d'administration, le processus interne d'audit, la structure de propriété, la politique de rémunération et les droits des actionnaires. Les tableaux 2 et 3(annexe II) permettent respectivement d'identifier les principales propositions dans chaque composante de GE ainsi que les mesures retenues. A côté de l'effet fixe de l'industrie (secteur d'activité) et afin d'accroître l'inférence de nos résultats empiriques, nous avons contrôlé certains facteurs pouvant avoir un effet sur la transmission de la crise comme la taille de l'entreprise (LN-T) et le niveau d'endettement (END). La taille de l'entreprise est mesurée par le logarithme naturel de la valeur comptable de l'actif<sup>3</sup> total (LN-T). Le ratio d'endettement (END) est évalué par le rapport entre la valeur comptable de la dette totale et la valeur comptable de l'actif total.

---

<sup>1</sup> On accepte l'hypothèse d'une forte persistance des volatilités en haute fréquence. On utilise des informations hebdomadaires étant donnée la non disponibilité des données journalières.

<sup>2</sup> Les actifs financiers, les indices boursiers, les actifs monétaires (taux de change spot, et les contrats forward), etc.

<sup>3</sup> L'utilisation du total actif comme une mesure de la taille de l'entreprise peut être critiquable si les différentes entreprises retenues font varier leur normes de calcul des coûts d'investissements. Chaque entreprise dans l'échantillon utilise strictement la méthode du coût historique mais certaines d'eux utilisent le type de réévaluation du marché. Ce biais pourrait être résolu en utilisant les ventes nettes comme une mesure alternative de la taille de l'entreprise.

Tableau 3 : Liste des propositions de GE

Le fonctionnement du conseil d'administration		La politique de rémunération	
Critère 1	Composition du conseil d'administration	Critère 1	Comité de rémunération
Critère 2	Séparation des fonctions de président et directeur général	Critère 2	Taille du comité
Critère 3	Existence des administrateurs indépendants	Critère 3	Nombre des administrateurs indépendants
Critère 4	Nombre des administrateurs indépendants	Critère 4	Nombre de réunions du comité
Critère 5	Nombre des réunions du conseil d'administration	Critère 5	Part variable
Critère 6	Comité de nomination	Critère 6	Composition de la part variable
Critère 7	Nombre des administrateurs indépendants dans le comité de nomination	Critère 7	Les jetons de présence
Critère 8	Nombre des réunions du comité de nomination	Critère 8	Les stocks options
Critère 9	Définition d'administrateur indépendant	Critère 9	Missions du comité
Critère 10	Mandat des administrateurs	Droits de l'information des actionnaires	
Critère 11	Existence des administrateurs étrangers	Critère 1	Principe une action un droit de vote
Critère 12	Nombre des administrateurs étrangers dans le conseil	Critère 2	Pouvoir des actionnaires
Critère 13	Age moyen des administrateurs	Critère 3	Vote cumulatif
Critère 14	Niveau de formation des administrateurs	Critère 4	Vote par procuration
Le processus interne d'audit		Critère 5	Vote par mail
Critère 1	Comité d'audit	Critère 6	Droits de vote double
Critère 2	Taille du comité d'audit	Critère 7	Anti-OPA
Critère 3	Nombre d'administrateurs indépendants	Critère 8	Informations sur la politique d'endettement de la société
Critère 4	Nombre des réunions du comité	Critère 9	Informations sur l'orientation stratégiques de la société
Critère 5	Missions du comité	Critère 10	Charte de fonctionnement du conseil
La structure de propriété		Critère 11	Informations sur la rémunération des dirigeants
Critère 1	Structure de l'actionnariat	Critère 12	Assemblée générale
Critère 2	Fraction détenue par les dirigeants	Critère 13	Propositions des actionnaires à l'assemblée aux administrateurs
Critère 3	Fraction détenue par les investisseurs institutionnels	Critère 14	Délais de publication des résultats
Critère 4	Fraction détenue par les salariés		
Critère 5	Fraction détenue par les administrateurs		

La mesure de chaque critère et le calcul de score sont détaillés en ANNEXE II.

### 2.2.2 Scores de gouvernance

Le tableau 5 retrace l'évolution du score total de GE de 2006 à 2008. Nous constatons que le SGE pour notre échantillon d'entreprises varie de 63,99% en 2006 (pour un maximum de 100%) à 67,38% en 2008. Nous pouvons affirmer que les entreprises françaises ont une qualité de gouvernance au dessus de la moyenne durant les trois exercices de la crise et marquant une nette augmentation en 2008. Cette augmentation est le produit de l'augmentation de chacun des scores de chaque thème clé de GE. Cependant, même si nos résultats traduisent une amélioration dans les scores de gouvernance, cette amélioration est faible et laisse encore une marge d'amélioration de la GE.

Nous remarquons également que le score le plus élevé durant la période de crise est celui du processus d'audit suivi de celui du fonctionnement du conseil d'administration et de la politique de rémunération. Les entreprises françaises ont réalisé ces dernières années un effort vers l'amélioration du fonctionnement du processus d'audit et du fonctionnement du conseil d'administration. Cependant, les droits et l'information des actionnaires ont eu un score moyen de GE, alors que le score le plus faible apparaît dans le thème de structure de propriété qui incorpore des critères qui ne sont pas encore très respectés par les entreprises de l'échantillon.

*Tableau 5 : Les scores de gouvernance d'entreprise*

Thèmes	SGE (%)	SGE (%)	SGE (%)
	2006	2007	2008
<b>Le fonctionnement du conseil d'administration</b>	<b>68.87</b>	<b>68.79</b>	<b>69.13</b>
<b>Le processus d'audit</b>	<b>95.8</b>	<b>95.3</b>	<b>96</b>
<b>La politique de rémunération</b>	<b>64</b>	<b>72.3</b>	<b>76.5</b>
<b>La structure de propriété</b>	<b>38</b>	<b>38.4</b>	<b>38.8</b>
<b>Les droits et l'information des actionnaires</b>	<b>53.3</b>	<b>54.2</b>	<b>56.5</b>
<b>Total (score moyen)</b>	<b>63.99</b>	<b>65.79</b>	<b>67.38</b>

Comme le montre le tableau 6, 48,3% des entreprises en 2006 adoptent la séparation entre les fonctions de Président et de Directeur Général, contre 60% en 2007 et 2008. En 2006, 89,6% des entreprises ont un conseil d'administration indépendant, contre 80% en 2007 et 83,3% en 2008. Les conseils d'administration de toutes les entreprises de l'échantillon se réunissent plus de trois fois par an. D'après le tableau 6 que le nombre d'administrateurs étrangers dans le conseil est important pour 43,3% des entreprises en 2006 et 50% en 2007 et 53,3% en 2008. Plus de trois entreprises sur quatre ont un comité de nomination. 82,7% en 2006 contre 90% en 2008. S'agissant du cumul des mandats, toutes les entreprises de l'échantillon indiquent le nombre et la nature des autres mandats des membres du conseil d'administration. 63% des conseils affichent un nombre de mandat entre 0 et 4 de leurs membres en 2006 et 2008, contre 66,6% en 2007.

Tableau 6 : Le fonctionnement du conseil d'administration

Les critères	Score en (%)2006	Score en (%)2007	Score en (%)2008
Composition du conseil d'administration	90	90	90
Séparation des fonctions de président et directeur général	48,3	60	60
Existence des administrateurs indépendants	100	100	100
Nombre des administrateurs indépendants	89,6	80	83,3
Nombre des réunions du conseil d'administration	100	100	100
Comité de nomination	82,7	86,6	90
Nombre des administrateurs indépendants dans le comité de nomination	72,4	83,3	70
Nombre des réunions du comité de nomination	44,8	56,6	63,3
Définition d'administrateur indépendant	70	70	73,3
Mandat des administrateurs	100	100	100
Existence des administrateurs étrangers	43, 3	50	53,3
Nombre des administrateurs étrangers dans le conseil d'administration	70	66,6	64,6
Age moyen des administrateurs	27,5	20	20
Niveau de formation des administrateurs	0	0	0
<b>Total</b>	<b>68,87</b>	<b>68,79</b>	<b>69,13</b>

Le comité d'audit est un organe fondamental permettant de restaurer la confiance des investisseurs et de satisfaire les attentes des différentes parties prenantes en assumant des fonctions importantes (examen de l'adéquation du contrôle interne, surveillance du processus de *reporting* financier, examen des fonctions de l'audit interne, sélection et surveillance des auditeurs externes). Le tableau 7 montre que toutes les entreprises interrogées disposent d'un comité d'audit. De plus, le comité de 93,3% des entreprises en 2006 et 2007 est constitué de 3 à 5 membres contre 96,6% en 2008 et il se réunit régulièrement au moins trois fois par an pour 93,1% en 2006 et 2007, contre 96,6% en 2008. Ce résultat confirme la mise en œuvre des recommandations du rapport « Viénot I » (Juillet 2005) qui préconisait que le comité soit composé au moins par un tiers d'indépendants. Le comité d'audit est chargé de plusieurs missions dont les plus importantes sont le suivi du processus d'élaboration de l'information financière, le suivi de l'efficacité des systèmes de contrôle interne et de gestion des risques, le suivi de l'audit interne et de ses activités, le suivi du contrôle légal des comptes annuels et des comptes consolidés, et l'examen et suivi de l'indépendance de l'audit (pour presque toutes les entreprises de l'échantillon durant la crise).

*Tableau 7 : Le processus d'audit*

<b>Les critères</b>	<b>Score en (%) 2006</b>	<b>Score en (%) 2007</b>	<b>Score en (%) 2008</b>
Comité d'audit	100	100	100
Taille du comité d'audit	93,3	93,3	86,6
Nombre d'administrateurs indépendants	96,5	93,3	96,6
Nombre des réunions du comité	93,1	93,3	96,6
Missions du comité	96,5	96,6	100
<b>Total</b>	<b>95,8</b>	<b>95,3</b>	<b>96</b>

D'après le tableau 8, il ressort un score faible en matière de la détermination de la part variable de la rémunération des dirigeants, les jetons de présence et les stocks options. Concernant la taille, 93,1% en 2006, contre 96,6% en 2007 et 2008 possèdent un comité composé de 3 à 5 membres et plus de deux administrateurs dans plus de 85% des entreprises durant la crise. Il intervient sur les différents aspects de la rémunération globale avec une focalisation sur le salaire fixe, la rémunération variable et l'actionnariat des dirigeants et des salariés (89,6% en 2006, contre 96,6% en 2007 et 2008). La plupart des entreprises utilisent des critères annuels pour la détermination de la part variable et des critères plus largement tournés vers la rentabilité. A la lumière des résultats du tableau 8, le pourcentage des entreprises fournissant une information détaillée sur la répartition des jetons de présence et les stocks options entre les membres du conseil d'administration est faible durant les trois exercices, il n'a pas dépassé 40%. Il varie entre 17,2% (Jetons de présence) à 36,6% (Stock option).

*Tableau 8 : La politique de rémunération*

<b>Les critères</b>	<b>Score en (%) 2006</b>	<b>Score en (%) 2007</b>	<b>Score en (%) 2008</b>
Comité de rémunération	93,1	96,6	96,6
Taille du comité	65,5	93,3	93,3
Nombre des administrateurs indépendants	89,6	93,3	93,3
Nombre de réunions du comité	65,5	73,3	73,3
la part variable	100	100	96,6
Composition de la part variable	31	48,2	72,4
Les jetons de présence	17,2	23,3	30
Les stocks options	24,1	26,6	36,6
Missions du comité	89,6	96,6	96,6
<b>Total</b>	<b>64</b>	<b>72,3</b>	<b>76,5</b>

Un système de gouvernance efficace est un système qui assure la protection légale des investisseurs en cas de concentration de la structure de propriété. 62% en 2006 contre 63,3% en 2007 et 66,6% en 2008 des entreprises publient d'une façon détaillée la composition de l'actionnariat (en particulier dans le rapport annuel). Cette information publiée donne une vision complète de la structure de capital, des droits de vote et des droits de vote multiples. A la lumière des résultats du tableau 9, nous remarquons que plus de



90% des entreprises sont dominées durant la crise par les investisseurs institutionnels. Ils détiennent plus de 5% de capital. Cependant, le pourcentage des entreprises dont les dirigeants, les salariés et les administrateurs détiennent plus de 5% de capital est très faible, il varie de 6,2% en 2008 à 14,3% en 2006 (fraction détenue par les administrateurs).

*Tableau 9 : La structure de propriété*

<b>Les critères</b>	<b>Score en (%) 2006</b>	<b>Score en (%) 2007</b>	<b>Score en (%) 2008</b>
Structure de l'actionnariat	62	63,3	66,6
Fraction détenue par les investisseurs institutionnels	91,3	95,6	95,6
Fraction détenue par les salariés	11,5	14,3	14,3
Fraction détenue par les dirigeants	11,7	12,5	11,7
Fraction détenue par les administrateurs	14,3	6,6	6,2
<b>Total</b>	<b>38</b>	<b>38,4</b>	<b>38,8</b>

Conformément aux résultats du tableau 10, nous remarquons que le score du thème « droits et informations des actionnaires » est faible, il n'a pas dépassé 58% durant les sous périodes de crise. Il varie de 53,3% en 2006 à 56,5% en 2008. Il existe une marge de progrès. Il est vrai que le principe « une action un droit de vote » est respecté par toutes les entreprises de notre échantillon. Cependant, le vote cumulatif n'est respecté que pour une minorité d'entreprises (3,4%). 65,5% en 2006 contre 63,3% en 2007 et 2008 des sociétés interrogées allouent des droits de vote double aux détenteurs d'actions nominatives. La transparence et la divulgation de l'information reste encore un thème où les entreprises doivent concentrer leurs efforts pour l'améliorer surtout en matière des droits de vote doubles, de clauses limitatives des droits de vote, des modalités de vote via par internet. 58,6% en 2006 contre 60% en 2007 et 56,6% en 2008 des réunions des assemblées générales durent plus de trois heures. Nous remarquons également que le pouvoir des actionnaires est très limité au sein des entreprises françaises ; 3,4% entreprises en 2006 et 2007 contre 0% en 2008 sont caractérisés par la présence des actionnaires majoritaires détenant plus de 50% des droits de vote. Dans 10,3% des entreprises en 2006 contre 3,3% en 2007 et 2008 font des propositions aux assemblées générales. Enfin, le conseil d'administration de 10,3% des entreprises en 2006 contre 6,6% en 2007 et 13,3% en 2008 met en place des mécanismes de défense en cas d'OPA, susceptible de remettre en question le droit des actionnaires à décider de l'issue d'une OPA hostile.

*Tableau 10 : Les droits et l'information des actionnaires*

<b>Les critères</b>	<b>Score en (%) 2006</b>	<b>Score en (%) 2007</b>	<b>Score en (%) 2008</b>
Principe une action un droit de vote	100	100	100
Pouvoir des actionnaires	3,4	3,4	0
Vote cumulatif	3,4	3,4	3,4
Vote par procuration	75,8	83,3	76,6
Vote par mail	41,4	46,6	53,3
Droits de vote double	65,5	63,3	63,3
Anti-OPA	10,3	6,6	13,3
Informations sur la politique	51,7	70	66,66

d'endettement de la société			
Informations sur l'orientation stratégiques de la société	89,6	96,6	100
Charte de fonctionnement du conseil	72,4	73,3	80
Informations sur la rémunération des dirigeants	100	100	100
Assemblée générale	58,6	60	56,6
Propositions des actionnaires à l'assemblée générale	10,3	3,3	3,3
Délais de publication des résultats	66,6	79,1	75
<b>Total</b>	<b>53,3</b>	<b>54,2</b>	<b>56,5</b>

### 2.3 Spécification du modèle économétrique

Le modèle qui permet d'appréhender l'effet des pratiques de la gouvernance d'entreprise sur la capacité des entreprises à résister à la crise boursière actuelle se présente de la façon suivante.

$$VCRF = a + b_1 S_1 FCA + b_2 S_2 AU + b_3 S_3 PREM + b_4 S_4 SP + b_5 S_5 DAC + b_6 LN-T + b_7 END + b_8 VMI + \varepsilon$$

Avec :

VCRF : Volatilité conditionnelle des rendements financiers

$S_1$  FCA: Score 1 du fonctionnement du conseil d'administration

$S_2$  AU : Score 2 du processus d'audit

$S_3$  PREM : Score 3 de la politique de rémunération

$S_4$  SP : Score 4 de la structure de propriété

$S_5$  DAC : Score 5 des droits des actionnaires

LN-T : Le logarithme naturel de la valeur comptable de l'actif total.

END : Le rapport entre la valeur comptable de la dette totale et la valeur comptable de l'actif total.

VMI : Pour contrôler l'influence du secteur d'activité, nous introduisant dans les modèles des variables muettes pour dix des onze industries définies par Campbell (1996)<sup>4</sup>.

## 3 Interprétation multivariée des résultats empiriques

<sup>4</sup> Les industries (activités) définies par Campbell (1996) sont : Pétrole, Consommations durables, Base, Produits alimentaires / Tabac, Construction, Biens, Transport, Service public, Textiles / Commerce, Service, Loisir.

Pour vérifier l'absence de multi colinéarité entre les variables explicatives, nous avons calculé les coefficients de corrélation de Pearson entre nos variables indépendantes. Les résultats du tableau 11 montrent que tous les coefficients de corrélation sont inférieurs à 0,8<sup>5</sup>. De ce fait, nous pouvons conclure à l'absence d'une multicollinéarité problématique entre toutes les variables.

*Tableau 11 : Coefficients de Corrélation de Pearson*

	<b>S<sub>1</sub> FCA</b>	<b>S<sub>2</sub> AU</b>	<b>S<sub>3</sub> PREM</b>	<b>S<sub>4</sub> SP</b>	<b>S<sub>5</sub> DAC</b>	<b>LN-T</b>	<b>END</b>
<b>S<sub>1</sub> FCA</b>	1	0,637	0,731	0,173	0,106	0,003	-0,200
<b>S<sub>2</sub> AU</b>		1	0,574	0,386	0,075	-0,220	-0,391
<b>S<sub>3</sub> PREM</b>			1	0,148	0,003	-0,319	-0,180
<b>S<sub>4</sub> SP</b>				1	-0,062	-0,042	0,148
<b>S<sub>5</sub> DAC</b>					1	-0,080	-0,128
<b>LN-T</b>						1	0,188
<b>END</b>							1

Le tableau 12 présente les résultats des analyses de régression visant à identifier les déterminants de la capacité de l'entreprise à résister à la crise boursière actuelle. Dans les cinq premiers modèles (a-e), nous faisons la régression de la volatilité conditionnelle des rendements financiers sur chacun des scores de GE en contrôlant certaines variables pouvant avoir un effet sur la capacité de l'entreprise à résister à la crise. Le sixième modèle (f) prend en considération les interactions potentielles entre les différents scores de GE. Notre discussion et interprétation des résultats seront basées sur l'output de l'estimation du dernier modèle et en tenant compte de toutes les variables de contrôle.

Les régressions sont significatives dans leur globalité pour les années 2006 et 2008, des valeurs satisfaisantes des coefficients de détermination et des indices de Fisher significatifs. Les principaux résultats peuvent être interprétés de la manière suivante :

Premièrement, l'effet négatif de chacun des scores relatifs à la politique de rémunération, au processus d'audit et aux droits des actionnaires sur la volatilité conditionnelle des rendements financiers a été prouvé. Notre hypothèse H2 (H3 et H5) qui lie positivement la capacité de l'entreprise à absorber le choc de la crise à la politique de rémunération (au processus d'audit et au respect des droits des actionnaires) est confirmée. En effet, une bonne politique de rémunération des administrateurs et des dirigeants et un processus adéquat d'audit sont des facteurs déterminants pour maintenir la confiance dans les

<sup>5</sup> C'est la limite tracée par Kennedy (1985) à partir de laquelle on commence à avoir des problèmes sérieux de multicollinéarité.

dirigeants en période de crise. Ce résultat est soutenu en partie par les études antérieures qui ont montré que la présence du service d'audit est positivement liée à la stabilité de l'entreprise. Le comité d'audit est un organisme fondamental permettant de restaurer la confiance des investisseurs et de satisfaire les attentes des différentes parties prenantes. En outre, une bonne protection et un respect aigu des droits des actionnaires minoritaires sont cruciaux pour maintenir la pérennité de l'entreprise en période de crise. Un tel résultat est appuyé par Johnson et al (2000) qui montrent que le non respect des droits des actionnaires minoritaires explique la chute subite des marchés boursiers émergents durant la crise asiatique.

Deuxièmement, contrairement aux hypothèses H1 et H4, les pratiques relatives au fonctionnement du conseil d'administration et la structure de propriété ne semblent pas avoir d'effet significatif sur la volatilité conditionnelle des rendements financiers. Les résultats du tableau 12 indiquent que les coefficients associés à ces deux pratiques sont négatifs, ils atteignent leurs signes prévus mais sont non significatifs. Ceci veut dire que le fonctionnement du conseil d'administration et la structure de propriété ne semblent pas affecter la performance des firmes. Ce résultat n'est pas cohérent avec les recommandations de la plupart des codes de bonne conduite en matière de gouvernance. L'explication plausible est qu'il reste encore des progrès à faire en matière de ces pratiques de gouvernance dans le contexte français.

Cependant, à la lumière des résultats du tableau 12, nous remarquons que les régressions en 2007 sont non robustes, valeurs faibles des coefficients de détermination et des indices de Fisher non significatifs. L'hypothèse générale qui lie positivement les pratiques de gouvernance à la capacité de l'entreprise à résister à la crise est rejetée. La plupart des coefficients relatifs aux scores du fonctionnement du conseil d'administration, politique de rémunération, processus d'audit, respect des droits des actionnaires et structure de propriété atteignent leurs signes prévus mais sont non significatifs. Vraisemblablement, en 2007, année de début de la crise, la perte de repères par le marché était totale, avant que ce dernier ne se reconcentre sur les fondamentaux et la GE. D'ailleurs, peu sont ceux qui mettent en cause directement la responsabilité des pratiques de gouvernance dans l'acuité de la crise.

Conformément à nos résultats, on remarque que les deux variables de contrôle, taille de l'entreprise et ratio d'endettement n'ont pas un effet significatif sur la volatilité conditionnelle des rendements financiers dans chacune des régressions et durant chaque sous période de crise. Toutes les entreprises en dépit de leurs tailles et leurs niveaux d'endettement sont frappées par cette crise. Ces résultats ne sont pas cohérents avec les études antérieures (X, 2009) qui ont montré dans un contexte différent, celui de la crise asiatique, que la taille et le niveau d'endettement sont significativement corrélés à la capacité de l'entreprise à résister à absorber le choc de la crise. La taille de l'échantillon actuel ne permet de mesurer significativement l'effet fixe de l'industrie.

Tableau 12: Régressions linéaires en coupe instantanée

	Fin de l'année fiscale 2006						Fin de l'année fiscale 2007						Fin de l'année fiscale 2008					
	Modèle 1a	Modèle 1b	Modèle 1c	Modèle 1d	Modèle 1e	Modèle 1f	Modèle 1a	Modèle 1b	Modèle 1c	Modèle 1d	Modèle 1e	Modèle 1f	Modèle 1a	Modèle 1b	Modèle 1c	Modèle 1d	Modèle 1e	Modèle 1f
	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)
<b>S<sub>1</sub> FCA</b>	-0,542 <sup>b</sup> (-2,132)					-0,240 (-0,561)	-0,051 (-0,179)					-0,418 (-1,126)	0,016 <sup>c</sup> (1,941)					-0,0003 (-0,027)
<b>S<sub>2</sub> AU</b>		-1,371 <sup>b</sup> (-2,366)				-0,642 <sup>b</sup> (-2,770)		0,019 (0,032)				-1,080 (-1,093)		0,035 <sup>b</sup> (2,200)				-0,019 <sup>b</sup> (-2,027)
<b>S<sub>3</sub> PREM</b>			-1,080 <sup>a</sup> (-2,880)			-1,111 <sup>c</sup> (-1,822)			0,585 (1,426)			1,370 (1,160)			3,815 <sup>a</sup> (3,309)			-3,183 <sup>b</sup> (-2,197)
<b>S<sub>4</sub> SP</b>				-0,523 (-1,321)		-0,245 (-0,584)				0,107 (0,251)		0,513 (0,922)				0,007 (0,007)		-0,002 (-0,217)
<b>S<sub>5</sub> DAC</b>					-0,540 (-0,908)	-0,653 <sup>c</sup> (-1,999)					-0,336 (-0,799)	-0,127 (-0,289)					-0,009 (-0,509)	-0,013 <sup>c</sup> (-1,864)
<b>LN-T</b>	0,060 (0,645)	0,014 (0,157)	-0,026 (-0,289)	0,044 (0,447)	0,047 (0,472)	-0,060 (-0,582)	0,148 (0,858)	0,061 (0,059)	0,198 (1,167)	0,150 (0,871)	0,155 (0,907)	0,187 (1,033)	0,187 (0,033)	0,001 (0,733)	0,001 (1,070)	-0,011 (-0,071)	0,001 (0,090)	0,026 (1,026)
<b>END</b>	-1,123 (-1,123)	-1,561 (-1,538)	-1,036 (-1,135)	-0,463 (-0,454)	-0,785 (-0,760)	-1,307 (-1,221)	0,025 (0,858)	0,061 (0,059)	0,092 (0,092)	-2,442 (-0,846)	0,171 (0,164)	-0,512 (-0,457)	0,009 (0,386)	0,028 (1,121)	0,0155 (0,708)	0,017 (0,446)	0,013 (0,523)	0,002 (1,397)
<b>VMI</b>	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus
<b>Constante</b>	0,755 (0,454)	2,121 (1,140)	2,328 (1,331)	0,078 (0,046)	0,166 (0,094)	3,711 <sup>c</sup> (1,766)	-2,267 (-0,775)	-2,412 (-0,746)	-3,789 (-1,289)	-2,442 (-0,846)	-2,061 (-0,719)	-2,489 (-0,771)	0,029 (0,926)	2,575 (0,069)	1,112 (0,004)	0,063 <sup>b</sup> (2,067)	0,081 <sup>c</sup> (1,909)	0,005 (0,112)
<b>R2 ajusté</b>	0,174	0,106	0,379	0,223	0,159	0,345	0,084	0,085	0,004	0,082	0,058	0,026	0,134	0,269	0,327	0,111	0,097	0,255
<b>Statistique F</b>	2,751	2,109	3,030	1,794	1,480	2,676	0,278	0,268	0,967	0,289	0,487	0,897	1,331	1,692	3,746	0,966	1,171	1,732

Dans tous les modèles étudiés a représente un niveau de significativité de 1% ; b représente un niveau de significativité de 5% et c représente un niveau de significativité de 10%.

**Modèles** a- fonctionnement du conseil d'administration, b- processus d'audit, c-politique de rémunération, d- structure de propriété, e -droits des actionnaires, f- global gouvernance

## Conclusion

L'étude des pratiques de GE en période de crise a permis d'une part de suivre l'évolution des scores de GE dans le temps, et d'autre part d'apprécier l'impact de cette évolution sur la capacité de l'entreprise à conserver la confiance des investisseurs. Cette confiance se traduisant par une meilleure visibilité de l'entreprise par le marché. Pour cette première étude sur ce thème, nous avons souhaité homogénéiser le contexte d'étude. Le contexte national a été retenu pour limiter les effets liés au contexte juridique ou à la culture.

Les scores de gouvernance issus de la littérature semblent plus pertinents que les items pris séparément, la GE se caractérisant par des ensembles de mécanismes en interaction. Les scores sont centrés sur le fonctionnement du conseil d'administration, le processus d'audit, la politique de rémunération, la structure de propriété et les droits et l'information des actionnaires. L'ensemble est synthétisé par un indice unique appelé 'Rating Corporate Governance'. Nos résultats aboutissent à un score total de gouvernance pour notre échantillon variant de 63,99% en 2006 à 67,38% en 2008. Les entreprises françaises faisant l'objet de cette étude montrent un degré de conformité assez satisfaisant aux principes de GE, mais on note surtout une volonté d'amélioration de la GE au fil de la crise. Certains résultats sont toutefois éloignés des résultats obtenus par Louizi(2007) sur l'année 2005. Il conviendrait d'approfondir les raisons de cet écart.

A travers cette étude, il a été montré qu'en 2006 et 2008, la volatilité conditionnelle des rendements financiers est négativement liée au processus d'audit, à la politique de rémunération et au respect des droits des actionnaires. Cependant, les pratiques de gouvernance relatives au fonctionnement du conseil d'administration et la structure de propriété ne semblent pas affecter la capacité de l'entreprise à absorber le choc de la crise. N'a-t-on pas atteint dans ce domaine, les limites de la pertinence des variables descriptives des conseils dans les études empiriques ? Durant l'année 2007, année de début de crise, aucune pratique de gouvernance n'a un impact significatif sur la capacité de l'entreprise à absorber le choc de la crise. Ceci peut être interprété par l'importance perçue de la multiplicité d'autres facteurs responsables de la crise par rapport à la défaillance des mécanismes de gouvernance. Il convient maintenant de confirmer ces résultats sur un échantillon plus important d'entreprises nationales, puis dans un deuxième temps, d'internationaliser l'échantillon.

La GE apparaît donc comme un facteur susceptible de limiter la propagation des crises en maintenant une confiance propre à favoriser une convergence sur la valeur des firmes.

## Bibliographie

### Articles

- Core, J., Wayne, G., et Tjomme, R. (2005). Does weak governance cause weak stock returns?, An examination of firm operating performance and analysts' expectations, *Journal of Finance*.
- Bai, CE, Liu, Q, Lu, J. Song, FM., et Zhang, J. (2003). Corporate governance and markets valuation in china, *Journal of Comparative Economics* 32: 599-825.
- Bebchuk, Lucian., et Cohen, A. (2005). The costs of entrenched boards, *Journal of Financial Economics*, 78: 409-433.
- Bollerslev, T. (1990). Modelling the Coherence in Short-run nominal exchange rates: a multivariate generalized ARCH model. *Review of Economics and Statistics*.
- Bowen, R, Rajgopal, S., et Venkatachalam, M. (2007), Accounting Discretion, Corporate Governance and Firm Performance, *Contemporary Accounting Research*, 25: 351-405.
- Campbell, J. (1996). Understanding risk and return. *Journal of Political Economy* 104: 298-345.
- Charreaux, G. (1998). Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale, *Finance Contrôle Stratégie* 1 (2) : 57-88.
- Charreaux, G., et Pitol-Belin, JP. (1992), Le conseil d'administration, lieu de confrontation entre dirigeants et actionnaires, *Revue Française de Gestion* 87: 84-92.
- Claessens, S, Simon, D., and Larry, L. (2002). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics* 58.
- Core, J, Guay, W., et Rusticus, W. (2006). Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations, *Journal of Finance* 61: 655-687.
- Engle, R. (1982). Autoregressive Conditional heteroscedasticity with estimates of variances of united kingdom inflation. *Econometrica* 30: 987-1007.
- Johnson, S, Peter, B, Alasdair, B., et Eric, F. (2000). Corporate governance in the Asian Financial crisis. *Journal of Financial Economics* 58.
- Pratt, C., et Tchotourian, I. (2009). Guide des bonnes pratiques en matière de gouvernance et « sustainability framework » : l'orientation de l'Internatioanl Federation of Accountants vers un « capitalisme Stakeholder », *Revue de droit bancaire et financier*, 17.
- Sang-Woo, N., et Il Chong, N. (2005). Corporate governance in Asia: Recent Evidence from Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, and Thailand. *Review of Corporate Governance in Asia*.
- Sherman, H. (2004). Corporate Governance Ratings, *Corporate Governance: An International Review*, 12: 5-7.
- Sohnke, M., et Gordon, M. (2009). No place to hide: the global crisis in equity markets, in 2008/2009, *Journal of International Money and Finance*, 28: 1246-1292.
- Wirtz, P. (2005). Meilleures pratiques de gouvernance et création de valeur: une appréciation critique des codes de bonne conduite, *Comptabilité Contrôle Audit*, 1 : 141-159.

## **Cahiers de recherche, rapports et communications dans des congrès**

Alen, F. (2009). Corporate governance and the current crisis, *Working Paper*, Université de Pennsylvania.

Bebchuk, Lucian, Cohen., et Ferrell A. (2004). What matters in corporate governance? *Working Paper*, Université de Harvard Law School.

Brown, Lawrence, D., et Caylor, M. (2005). Corporate governance and firm valuation, *Working Paper*, Université de Georgia State.

Drobetz, W, Schillhofer, A., et Zimmermann, H. (2003). Corporate Governance and expected stock return: Evidence from Germany, *Working Paper*.

Grant, k. (2009). The corporate governance lessons from the financial crisis, *Financial Market Trends*, OECD, 1.

Louizi, A. (2007). Les pratiques de gouvernance et la performance des entreprises françaises, *XVI<sup>ème</sup> Conférence Internationale de Management Stratégique*.

Moody's, Rating Methodology. (2003). US and Canadian Corporate Governance Assessment, July.

Principes de gouvernement d'entreprise AFEP-MEDEF, Octobre 2003, art. 4 ; Principes de gouvernement d'entreprise OCDE, 2004, p 64.

Rapport Viénot (1995). Le conseil d'administration des sociétés cotées, AFEP-CNFP, Juillet.

Rapport Viénot (1999). Rapport du comité sur le GE, AFEPMEDEF.

Standard & Poor's (2001). Corporate Governance Services: Criteria, Methodology and Definitions, McGraw Hill Companies Inc. ([www.governance.standardandpoors.com](http://www.governance.standardandpoors.com)).

Standard & Poor's (2002). Corporate Governance scores-frequently asked questions.



## **ANNEXE I : Le modèle simple et statique de Johnson et al (2000)**

---

Le modèle simple présenté est une variation du modèle de Johnson et al (2000) et en relation avec celui de Laporta et al (1999)<sup>6</sup>. Il corrobore les travaux de Jensen et Meckling (1976) en montrant que le problème d'agence majeur dans les entreprises est celui opposant les *insiders* (actionnaires dirigeants) aux *outsiders* (les actionnaires dans notre modèle). Le dirigeant détient une part  $\alpha$  du capital et les actionnaires détiennent une part  $1 - \alpha$ . Les bénéfices non distribués sont notés par  $I$ , le dirigeant peut prélever  $S \geq 0$  des bénéfices non distribués qui lui procure une utilité notée par  $U(S)$ .  $S$  représente, alors, le montant des profits de la firme qui peut être détourné des actionnaires, notamment les actionnaires minoritaires.

Le prélèvement effectué par le dirigeant sur le patrimoine de l'entreprise est coûteux. Le

dirigeant prévoit perdre du montant exproprié,  $C(S) = \frac{S^2}{2K}$ . Le coefficient  $K$  est interprété de deux manières différentes<sup>7</sup>. Premièrement, il représente la capacité du dirigeant à lever ses droits aux cash flows en droits de contrôle élevés à travers l'utilisation des structures de l'actionnariat pyramidales et croisées, et/ou par la détention des droits de vote multiples. Deuxièmement, il reflète le degré de protection du système juridique. Une valeur élevée de  $K$ , représentant dans ces cas une plus grande séparation entre les droits aux cash flows et les droits de vote, et une faiblesse des règles de GE et du système juridique, implique que l'expropriation est moins coûteuse parce que les dirigeants jouissent d'un contrôle plus efficace sur les actifs de la firme. La valeur de  $S - C(S)$  est concave en  $S$ , pour que la valeur marginale de l'expropriation diminue avec l'augmentation du montant prélevé. Le dirigeant ne prélève sur le patrimoine de l'entreprise que lorsqu'il investit dans un projet qui génère un taux de rendement brut  $R < 1$ . Un taux de rendement faible sur les ressources investies le motive à ne pas placer dans l'investissement du projet et à prélever plus sur le patrimoine de l'entreprise. *A contrario*, le dirigeant n'a pas intérêt à prélever sur les actifs de l'entreprise lorsqu'il investit dans un projet à un taux de rendement brut  $R > 1$  et par lequel il obtient une part  $\alpha$  du profit. Le problème d'optimisation du dirigeant est donné par l'équation suivante :

$$\text{Max}_S U(S; R, K, \alpha) = \text{Max}_S \left[ \alpha R (I - S) + S - \frac{S^2}{2K\alpha} \right]$$

---

<sup>6</sup> LLSV (1999b) supposent dans leur modèle différents temps d'expropriation sur le patrimoine de l'entreprise.

<sup>7</sup> Le modèle met l'accent sur le rôle que peuvent jouer à la fois les mécanismes internes et les mécanismes institutionnels de GE.

Le terme  $\alpha R (I - S)$  reflète l'effet de convergence de la structure de propriété. Le niveau des droits aux cash flows,  $\alpha$ , dans ce terme représente le coût supporté par le dirigeant à prélever plus sur le patrimoine de l'entreprise et à investir moins dans le projet. Le terme  $\frac{S^2}{2K\alpha}$  reflète l'effet d'enracinement de la structure de propriété. Si le niveau général des droits de contrôle des dirigeants,  $K\alpha$ , augmente, les coûts de l'expropriation diminuent. Le montant de prélèvement optimal,  $S^*$ , est obtenu en résolvant  $\frac{\partial V}{\partial S} = 0$ .

Ce qui donne:  $S^*(R, K, \alpha) = K\alpha(1 - \alpha R)$ .

La valeur  $S^*$  suppose que le dirigeant n'a pas intérêt à prélever plus que le montant total des bénéfices non distribués,  $S^*(R, K, \alpha) \leq I$ . La valeur totale des capitaux propres de l'entreprise, égale à la valeur totale de l'entreprise diminuée par la valeur expropriée, est donnée par l'équation suivante :  $\pi = R (I - K\alpha(1 - \alpha R))$ .

Si on s'intéresse à la manière dont le montant  $S^*$  est prélevé, on note que la valeur de l'entreprise évolue avec le changement de l'attrait de ses opportunités d'investissement. La sensibilité de la valeur de l'entreprise aux changements du taux de rendement  $R$  est présentée comme suit :  $\rho_a = \frac{\partial \pi}{\partial R} = I - K\alpha(1 - \alpha R) + RK\alpha^2$ .

D'après Johnson et al (2000), le pourcentage du changement de la valeur de l'entreprise par rapport au changement du taux de rendement de l'investissement est présenté comme suit :

$$\frac{\partial \pi}{\partial R} = \frac{I - K\alpha(1 - \alpha R) + RK\alpha^2}{\pi}$$

L'équation ci-dessus est différenciée par rapport à  $K$  pour étudier la manière avec laquelle les différences du levier des droits aux cash flows futurs ou du degré de protection du système juridique sont reflétées dans la valeur de l'entreprise lorsqu'il y a un changement de l'attrait des opportunités d'investissement.

$$\frac{\partial \rho_a}{\partial K} = \frac{R\alpha}{K\alpha(1 - \alpha R)} > 0$$

Ce résultat comparatif statique permet de soulever deux idées essentielles : La première est que pour un niveau donné de l'actionnariat en cash flows  $\alpha$ , un levier élevé des droits aux

cash flows  $K$ , affaiblit le coût de l'expropriation supporté par les dirigeants. Les changements de la valeur de l'entreprise sont, alors, plus sensibles aux changements des opportunités d'investissements lorsque les dirigeants ont un levier considérable des droits aux cash flows. La deuxième est que pour une valeur élevée de  $K$ , un environnement légal inadéquat réduit le coût de l'expropriation et augmente la sensibilité de la valeur de l'entreprise aux changements des taux de rendement de l'investissement. Ce résultat est maintenu si l'entreprise finance ses investissements par une émission de la dette (en plus des capitaux propres). Le dirigeant est capable d'extraire une prime de contrôle qui représente la part de financement par emprunt bancaire pouvant être appropriée avant la réalisation du projet d'investissement. Cependant, la présence de la dette implique une chaîne de valeur de  $R$  dans laquelle une valeur faible de  $R$  est accompagnée par une réduction du montant prélevé par les dirigeants afin de permettre à l'entreprise d'honorer ses dettes et de préserver ainsi la possibilité d'un prélèvement futur sur ses actifs.

---

## ANNEXE II – Les calcul des scores de gouvernance

Tableau 4 : Les mesures retenues de GE

Les critères	Mesure retenue
Composition du conseil d'administration	Nombre d'administrateurs dans conseil d'administration
Séparation des fonctions de président et directeur général	Variable muette : 1 s'il existe un cumul des fonctions du directeur général et de président du conseil et 0 si non.
Existence des administrateurs indépendants	Variable muette (0 ou 1)
Nombre des administrateurs indépendants	% d'administrateurs indépendants dans le conseil
Nombre des réunions du conseil d'administration	Nombre des réunions du conseil d'administration
Nombre des participants à l'assemblée générale	Nombre des participants à l'assemblée générale
Comité de nomination	Variable muette : 1 s'il existe comité de nomination et 0 si non.
Nombre des administrateurs indépendants dans le comité de nomination	% d'administrateurs indépendants dans le comité de nomination
Nombre des réunions du comité de nomination	Nombre des réunions du comité de nomination
Définition d'administrateur indépendant	Variable muette (0 ou 1)
Mandat des administrateurs*	(0 ; 1 ; 2) <sup>8</sup> selon les codes de bonnes pratiques
Existence des administrateurs étrangers	Variable muette (0 ou 1)
Nombre des administrateurs étrangers dans le conseil d'administration	% d'administrateurs étrangers dans le conseil
Age moyen des administrateurs*	(0 ; 1 ; 2) selon les codes de bonnes pratiques
Niveau de formation des administrateurs*	(0 ; 1 ; 2) selon les codes de bonnes pratiques
Comité d'audit	Variable muette : 1 s'il existe comité d'audit dans l'entreprise et 0 si non.
Taille du comité d'audit	Nombre d'administrateurs dans le comité d'audit
Nombre d'administrateurs indépendants	% d'administrateurs indépendants dans le comité d'audit
Nombre des réunions du comité	Nombre des réunions du comité d'audit
Missions du comité	Variable muette (0 ou 1)
Comité de rémunération	Variable muette : 1 s'il existe comité de rémunération dans l'entreprise et 0 si non.
Taille du comité	Nombre d'administrateurs dans le comité de rémunération
Nombre des administrateurs indépendants	% d'administrateurs indépendants dans le comité de rémunération
Nombre de réunions du comité	Nombre des réunions du comité de rémunération
la part variable	Variable muette (0 ou 1)
Composition de la part variable*	(0 ; 1 ; 2) selon les codes de bonnes pratiques
Les jetons de présence *	(0 ; 1 ; 2) selon les codes de bonnes pratiques
Les stocks options*	(0 ; 1 ; 2) selon les codes de bonnes pratiques
Missions du comité	Variable muette (0 ou 1)
Structure de l'actionnariat*	(0 ; 1 ; 2) selon les codes de bonnes pratiques
Fraction détenue par les dirigeants	Fraction détenue par les dirigeants

<sup>8</sup> 0 (inadéquat), 1 (moyen) et 2 (bon).

Fraction détenue par les investisseurs institutionnels	Fraction détenue par les investisseurs institutionnels
Fraction détenue par les salariés	Fraction détenue par les salariés
Fraction détenue par les administrateurs	Fraction détenue par les administrateurs
Principe une action un droit de vote	Variable muette (0 ou 1)
Pouvoir des actionnaires	(0 ; 1 ; 2) selon les codes de bonnes pratiques
Vote cumulatif	Variable muette (0 ou 1)
Vote par procuration	Variable muette (0 ou 1)
Vote par mail	Variable muette (0 ou 1)
Droits de vote double	Variable muette (0 ou 1)
Anti-OPA	Variable muette (0 ou 1)
Informations sur la politique d'endettement de la société	Variable muette (0 ou 1)
Informations sur l'orientation stratégiques de la société	Variable muette (0 ou 1)
Charte de fonctionnement du conseil	Variable muette (0 ou 1)
Informations sur la rémunération des dirigeants	Variable muette (0 ou 1)
Assemblée générale*	(0 ; 1 ; 2) selon les codes de bonnes pratiques
Propositions des actionnaires à l'assemblée générale	Variable muette (0 ou 1)
Délais de publication des résultats*	(0 ; 1 ; 2) selon les codes de bonnes pratiques

Ces différentes mesures sont inspirées des travaux de Louizi (2007) Pour les valeurs seuils on a retenu les recommandations des rapports Vienot I et II et des codes de bonne gouvernance (MEDEF)

**Score de chaque item** = Valeur de l'item pour l'entreprise  $i$  /  $\sum$  valeurs de l'item pour chaque entreprise

\*Les items marqués par un astérisque font référence à une norme qui figure dans les codes de bonne gouvernance.